

V JORNADAS DE CONTABILIDADE

Título da Comunicação:¹

**AS RELAÇÕES ACCIONISTAS-GESTORES
SEGUNDO OS TIPOS DE ORGANIZAÇÃO**

Autora: MARIA HÉLDER MARTINS COELHO

(Mestre em Economia (FEP); Professora do ISCAP)

¹ ***Nota do Editor da RCC:***

Dada a escassez de tempo para apresentação de comunicações, e dado que a autora fez outras comunicações, esta não chegou a ser apresentada.

A R.C.C. agradece à autora e organização das Jornadas a oportunidade de a publicar.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO
2. A CONCEPÇÃO CONTRATUAL DAS ORGANIZAÇÕES
3. A TEORIA DAS FORMAS DE ORGANIZAÇÃO PRIVADAS
4. OS CONFLITOS ENTRE ACCIONISTAS E GESTORES NAS SOCIEDADES POR ACÇÕES COTADAS

1. INTRODUÇÃO

Os observadores da vida económica ficarão surpreendidos pela diversidade de formas jurídicas retidas, como quadro de funcionamento das diferentes organizações. Como se pode explicar a coexistência de empresas individuais, de sociedades, de mútuas, de cooperativas, de associações, etc.? E segundo os sectores de actividade onde estão inseridas, como se explica que certas formas surjam com maior frequência que outras? Poder-se-á dizer que existem formas jurídicas mais ou menos eficazes? Há economistas americanos que defendem que a prosperidade do mundo ocidental está ligada a dois elementos: o sistema que rege os direitos de propriedade e o tipo de sociedade.

2. A CONCEPÇÃO CONTRATUAL DAS ORGANIZAÇÕES

O aparecimento da teoria da agência, como teoria das organizações, surge como uma crítica à teoria micro-económica de Cournot e simultaneamente a uma visão holística das organizações.

O reconhecimento da complexidade das empresas conduziu os autores da teoria agência a abordar as teorias dos custos de transacções e dos direitos de propriedade. Assim, a concepção de empresa da teoria da agência é muito próxima da da teoria dos direitos de propriedade. A empresa não é um indivíduo. É uma ficção legal (construção jurídica artificial que permite a certas organizações serem tratadas como indivíduos) que serve de lugar de realização dum processo de equilíbrio entre os objectivos conflituosos dos indivíduos (alguns podem representar outras organizações) no interior dum quadro de relações contratuais.

Neste sentido o "comportamento" da empresa assemelha-se ao comportamento dum mercado, isto é, o resultado de um processo de equilíbrio complexo.

Esta concepção das organizações dá toda a pertinência à noção de propriedade da empresa, o que é importante é a propriedade dos factores de produção. Assim, os accionistas duma sociedade não são os proprietários da empresa, mas dos capitais que investiram nessa empresa. Esta distinção permite compreender porque o controlo das decisões da empresa não é apanágio apenas dos accionistas, os outros

fornecedores de factores de produção têm igualmente um direito de controlo se incorrerem em riscos. No entanto, se os accionistas suportarem o risco máximo, o essencial da função controlo deve pertencer-lhes.

3. A TEORIA DAS FORMAS DE ORGANIZAÇÃO PRIVADAS

A partir de uma concepção contratual, e recorrendo ao princípio da selecção natural, os teóricos da agência, propuseram uma teoria das formas de organização privadas (sociedades) cuja actividade é determinada pela liberdade das trocas e dos contratos. Como há concorrência entre as organizações, apenas as formas mais adaptadas sobrevivem, isto é, as que conseguem fornecer os produtos e serviços procurados pelos consumidores ao mais baixo preço, mas permitindo cobrir os custos. Poder-se-á entender o critério, de sobrevivência das organizações, como o da minimização dos custos, de que fazem parte os custos de agência e deles são uma componente importante.

Sendo a teoria da agência também conhecida como a teoria dos contratos, estes são particularmente analisados uma vez que são considerados como o centro de toda a organização empresarial. Os contratos que se estabelecem nas organizações especificam, por um lado a natureza dos créditos residuais e, por outro, a afectação das etapas do processo de decisão entre os agentes.

Dentro das organizações empresariais, existem diversos tipos de contratos que definem a natureza dessas organizações; entre eles figuram os contratos que se estabelecem entre a empresa e os fornecedores de capital em sentido lato (os trabalhadores podem ser considerados como fornecedores do seu capital humano). O risco que cada um dos fornecedores de capital corre é muito variável, de acordo com a estrutura do contrato estabelecido. Assim, o contrato de empréstimo limita seriamente os riscos dos credores quando são estabelecidas previamente as modalidades de remuneração desses empréstimos e, normalmente, são independentes da evolução dos resultados da empresa. Por outro lado, a taxa de remuneração já tem incluído o risco que corre o credor quando é estabelecido o contrato de empréstimo. Quanto ao contrato de trabalho, embora mais complexo, apresenta características semelhantes. Em muitos casos a remuneração e as condições de rescisão do contrato são fixadas "a priori". Se são fixados incentivos, estes são função dos indicadores de "performance" e serão também pré-estabelecidos. Neste caso, a

remuneração é já reflexo do risco que cada fornecedor do factor trabalho (capital humano) corre. Devido ao maior risco que representa o sector privado, as remunerações pagas são mais elevadas neste sector. Mas esta não é a única razão, uma vez que a atribuição de remunerações mais elevadas aos trabalhadores mais capazes, tem subjacente o objectivo de segurar nas organizações os profissionais mais competentes.

Os contratos referidos nos casos anteriores já têm em conta o risco que cada interveniente corre, mas o mesmo não acontece para os fornecedores de fundos próprios. A sua remuneração depende do resíduo, isto é, do saldo residual obtido pela diferença entre os fluxos das receitas que são aleatórios e os custos que representam as remunerações dos outros fornecedores de capital que são quase certas. É por este facto que os fornecedores de capitais próprios são chamados de credores residuais, porque a sua função é assumir o "risco residual".

No caso das sociedades em que as funções decisão e assunção do risco estão separadas, a existência duma tal categoria de fornecedores de capital, especializada na função de assunção do risco residual, é justificada recorrendo ao argumento da eficácia. Esta especialização permite reduzir os custos de controlo e ajustamento dos contratos estabelecidos com os outros agentes. Contudo, o grau de separação funcional e o ganho realizado dependem da natureza dos títulos de propriedade (créditos residuais). Em particular, o carácter mais ou menos transferível dos créditos exerce uma forte influência sobre a separação funcional.

A teoria dos direitos de propriedade privilegiou tudo o que se relaciona com os títulos de propriedade e deu particular destaque ao processo de decisão. Assim, foram estabelecidas as proposições seguintes:

- 1) A separação das funções de assunção do risco e de decisão conduz a processos de decisão onde existe separação das funções de decisão e controlo;
- 2) A reunião das funções de decisão e de controlo apenas num número limitado de indivíduos conduz à concentração dos títulos de propriedade nesses mesmos indivíduos.

Estas proposições, têm subjacentes dois objectivos, por um lado minimizar os custos de agência, logo o custo total, por outro lado, comparar as vantagens e os inconvenientes resultantes da reunião ou separação das funções de "assunção do risco" (propriedade), de decisão e de controlo.

As proposições conduzem ainda ao conceito de complexidade das organizações empresariais. Assim, uma organização é complexa quando a "informação específica" (informação necessária à tomada de decisões, que se transmite entre os indivíduos a um custo elevado) é detida por um elevado número de agentes. Numa organização não complexa, existe concentração da "informação específica", isto é, um pequeno número de agentes detém essa informação; logo, neste caso, é mais eficaz reunir as funções de decisão e controlo. Mas esta reunião implica custos de agência, porque os credores residuais já não controlam os dirigentes (caso as funções de decisão e controlo pertençam aos gestores), podendo mesmo incorrer num prejuízo patrimonial. Este problema de agência é resolvido facilmente se os gestores são os únicos detentores dos títulos de propriedade. Neste caso, estamos perante outro tipo de problema, porque os gestores, sendo os detentores dos títulos de propriedade, estão a renunciar às vantagens que representa o facto de diversificarem o risco e a existência de uma especialização de funções. O risco suportado pelos dirigentes é assim acrescido, já que o seu capital, tanto financeiro como humano, fica investido na mesma organização. E, a propriedade do capital não significa de forma nenhuma a existência de uma grande competência na gestão.

A concentração de funções (decisão e controlo) exerce outro tipo de influências, por exemplo na decisão de investir (os gestores vão seleccionar os investimentos de menor risco) e na decisão de financiamento (possibilidades de autofinanciamento). Esta situação é típica das empresas individuais onde o empresário acumula as três funções - assunção do risco, decisão e controlo. A comparação entre ganhos e perdas resultantes desta situação leva a concluir que este sistema é óptimo no caso de organizações empresariais não complexas, isto porque:

- 1) um pequeno número de indivíduos para a tomada de decisões permite ganhos de eficácia e a ausência de delegação anula os custos de agência;
- 2) as vantagens associadas à separação de funções não são tão significativas no caso das organizações não complexas, porque o nível de competência requerida é geralmente menos exigente e os montantes de capitais necessários ao negócio representam volumes mais fracos.

A teoria prevê que, para as organizações não complexas (por exemplo actividades produtivas de fraca dimensão) e na maior parte das actividades dos serviços, se encontram estruturas onde há reunião de funções, o que está confirmado pela observação.

Para as organizações complexas, a separação de funções é mais eficaz, porque a dispersão da "informação específica" implica que é mais eficiente delegar o poder de decisão nos agentes que detêm essa informação. Quando se delega poder e autoridade cria-se uma relação de agência. Então, para reduzir os custos associados a essa relação, deve separar-se a função de decisão da função de controlo. Esta separação pode verificar-se a diversos níveis hierárquicos, o que depende do grau de complexidade da organização empresarial. Deve ainda ser acompanhada da separação entre função de assunção do risco e função de decisão. Por outro lado, nas actividades complexas, um só empresário não tem capacidade para fazer face às necessidades de financiamento na sua totalidade, nem assumir sozinho o risco, isto é, o risco residual. Neste caso torna-se necessário, então, separar as funções assunção do risco e decisão e emitir numerosos títulos de créditos residuais. Assim, quanto mais dispersa se encontrar a propriedade dos créditos residuais, maior será a necessidade de diversificar o risco associado. A dispersão implica contudo inconvenientes em matéria de controlo, pois os detentores dos títulos de propriedade, por razões de custo e de competência, têm interesse em delegar a função de controlo em agentes que sejam especializados neste tipo de actividade.

Consoante o grau de separação entre função de decisão e função de assunção do risco existem diversos tipos de sociedades. A assunção do risco depende em grande parte da natureza dos créditos residuais. As diferentes espécies de créditos residuais permitem distinguir e justificar, entre as diversas formas de organização, a sua sobrevivência em várias actividades.

Para a compreensão da problemática dos créditos residuais, a teoria analisa e testa dois tipos extremos de organizações empresariais. De um lado, estão as grandes sociedades por acções (denominadas sociedades "abertas"), com uma grande dispersão do seu capital, caracterizadas pela separação das funções de propriedade (assunção do risco) e de decisão. Nestas sociedades os créditos residuais revestem a forma de acções cotadas; a propriedade destas acções permite a separação completa das funções decisão e assunção do risco.

Os créditos residuais constituídos por acções cotadas têm características muito particulares, ou seja: existe dissociação funcional completa porque os accionistas não necessitam de exercer qualquer actividade na empresa; as acções são perfeitamente negociáveis; a sua duração depende da vida da organização.

Estas características conferem aos créditos residuais diversas vantagens. Em primeiro lugar, pelo facto de serem acções alienáveis, a

repartição do risco faz-se eficazmente, porque os detentores das referidas acções podem diversificá-lo no mercado. Em segundo lugar, porque a concentração do risco num grupo específico de agentes vai reduzir os custos de informação dos outros agentes. Como terceira vantagem surge o facto de servirem de suporte ao financiamento de activos afectos à actividade da empresa; como se trata de activos específicos têm um valor pouco significativo para outras empresas, logo as garantias sobre esses activos são limitadas. Uma quarta vantagem advém do facto de permitirem uma separação completa das funções de propriedade (assunção do risco) e de decisão. A última vantagem refere-se ao horizonte não limitado para deter as acções, o que implica que a regra de decisão óptima que deve ser retida é a da maximização do valor de mercado. Esta regra permite que todas as empresas produzam a custos mais baixos.

Os autores da teoria da agência salientam que uma análise conduzida em ambiente de incerteza (tipo Arrow-Debreu) e a existência de mercados contingentes completos permitem a realização ainda mais eficaz da função de assunção do risco. Mas a teoria Arrow-Debreu é difícil de aplicar, porque na prática é impossível, ou pelo menos muito dispendioso, especificar e precisar todos os estados da natureza possíveis.

Em oposição às grandes sociedades por acções encontram-se as empresas individuais, as sociedades em nome colectivo e de uma forma geral todas as sociedades que são denominadas "fechadas", onde as três funções estão concentradas. Neste caso, nem se pode falar em "créditos residuais" porque as condições de transferência de propriedade são rígidas, os custos de transacções são elevados e os potenciais compradores pouco numerosos. Também não existe um mercado de títulos para este tipo de empresas, logo o seu valor depende em grande parte das qualidades do empresário e o horizonte económico deste está limitado pela duração da sua actividade.

A sobrevivência deste tipo de organizações deve-se à economia de custos de agência que compensa todas as ineficácias ligadas principalmente às competências limitadas e aos recursos do empresário.

Entre os dois extremos, sociedades "abertas" sociedades "fechadas", há outras formas de organização empresarial que foram objecto de estudo como: sociedades profissionais (profissões liberais por exemplo), mútuas financeiras e associações sem fins lucrativos, para as quais os créditos residuais apresentam diversas características particulares. Para as sociedades profissionais os créditos residuais pertencem aos "tomadores" das decisões. Para as organizações mutualistas, que se dedicam especialmente à gestão colectiva das poupanças e à actividade dos seguros, são os

clientes os detentores dos créditos residuais. As organizações com fins não lucrativos são caracterizadas pela ausência de créditos residuais.

A teoria das formas de organização empresarial permite explicar, em função da natureza da actividade, as características particulares dos créditos residuais para cada uma das organizações empresariais acima citadas, e justificar o seu modo de funcionamento.

A teoria da agência propõe uma visão destas organizações empresariais que tem implicações normativas evidentes, até porque, segundo os autores, só as formas mais eficazes sobrevivem a prazo, em ambiente de liberdade contratual. Por conseguinte, toda a intervenção visando modificar as formas de organização resultantes da selecção natural só pode ser conseguida em detrimento da sua eficácia.

É por este facto que os teóricos da agência consideram que qualquer intervenção estatal põe em perigo a sobrevivência das sociedades.

Todo este tipo de raciocínio leva-nos a concluir que toda a organização que não emerge espontaneamente só pode ter como resultado o insucesso.

Os estudos efectuados, nas décadas de 70 e 80, para explicar a sobrevivência e a eficácia de certas formas de organização, são extremamente importantes, dado que nos permitem verificar com facilidade por que é que existem determinadas formas de organização em certos sectores de actividade; e por que é que determinadas formas de organização desapareceram; e ainda as razões de certas ineficácias em determinados sistemas económicos.

A aplicação da teoria da agência para explicar o funcionamento das organizações leva a concluir que as formas que sobrevivem são as que permitem minimizar os custos de agência.

4. OS CONFLITOS ENTRE ACCIONISTAS E GESTORES NAS SOCIEDADES POR ACÇÕES COTADAS

Existem sistemas internos e externos que permitem regular os conflitos de interesse que se estabelecem entre accionistas e gestores neste tipo de sociedades.

A concorrência no mercado de bens e serviços representa uma primeira restrição para o dirigente que gere em detrimento dos accionistas, criando

pela via dos preços uma interdependência entre os actos e as funções de utilidade dos gestores.

O mercado do trabalho onde o capital humano é avaliado joga um papel importante na medida em que o valor do capital humano dos gestores depende principalmente das "performances" realizadas. Não admira que as suas remunerações estejam indexadas, muitas vezes, a essas "performances".

O mercado financeiro intervém de diversas formas porque o seu controlo se faz sentir a vários níveis. Primeiro, os accionistas descontentes com a política de dividendos da empresa, resultado do mau desempenho do gestor, podem sempre vender os seus títulos fazendo baixar o valor da sociedade. Esta baixa na cotação terá efeitos muito nefastos para o gestor. Segundo, o mercado financeiro permite tomar o controlo de outra empresa de diversas formas (OPA, MBO, etc.). Terceiro, certos tipos de contratos, tais como opções negociáveis sobre o mercado financeiro, permitem resolver determinados problemas postos pela relação de agência e a assimetria de informação entre os gestores e os accionistas.

No que respeita aos sistemas internos de controlo nas grandes sociedades por acções eles compreendem: a hierarquia, a vigilância mútua e o papel que desempenha o Conselho de Administração.

Neste tipo de sociedades, desempenha um papel importante na resolução dos conflitos entre accionistas e gestores, a política de endividamento da empresa. Uma emissão de dívidas aumenta o rácio de endividamento e obriga os dirigentes a fazerem face ao serviço da dívida (em vez de estarem alavancados em fundos próprios), o que tem uma incidência favorável sobre a cotação das acções.